

2018-10-10

## エンゲージメント・アジェンダ

### 資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の必要性の開示

この度、機関投資家協働対話フォーラム（以下、当法人）は、当法人が主宰する機関投資家協働対話プログラム（以下、当プログラム）に参加する企業年金連合会、三井住友アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント（10月1日より三井住友信託銀行から資産運用機能を分割・統合）、三菱UFJ信託銀行、りそな銀行（50音順、以下、参加機関投資家）の5社とともに、大規模買付行為に関する対応策（以下、買収防衛策）を導入している企業に対して、買収防衛策に関するさまざまな論点について、投資家の考え方を説明するとともに、今後、株主総会で買収防衛策の継続を諮る場合、資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の継続の必要性について、招集通知や適時開示資料での情報開示をお願いする手紙の送付を開始しました。

\*\*\*

#### 1. 対象企業

2019年に、導入している現行買収防衛策の期限が訪れる、一定の時価総額以上の企業で、当フォーラムが判断した企業に、順次手紙を送付していく予定です。

送付対象の企業名や社数は非公表としています。

#### 2. 内容

##### (1) 買収防衛策に対する投資家の認識

パッシブ運用を中心とした投資家は、広く日本株式全体に投資をしていることから、言わば“日本株式会社”のユニバーサル・オーナーという観点を有しています。超長期投資のスタンスで、持続的な成長による企業価値の向上を支援する立場であり、短期的な株主利益を追求しません。したがって、中長期の企業価値を犠牲にするような短期投資家による濫用的な買収行為には賛同しません。

海外に比べ法制度の整備が遅れていた日本でも、2009年金融商品取引法の改正により、TOBRルールが改正され、潜脱的な支配権取得取引への規制や全部買付義務の導入がなされるとも

に、会社側は買付者に関する情報や、検討期間の確保と情報開示を求めることができるようになりました。また、株主総会における承認等をもって新株予約権を用いた有事型の買収防衛策の発動を認める判例や、敵対的買収よりも低い価格でホワイトナイトに対して株式を売却した場合の役員責任を否定する判例なども出されました。

買収防衛策の発動を認める判例はまだ少数ですが、濫用的買収を巡る法制度はほぼ整備されてきました。市場内買付であれば、TOB ではなくとも、経営支配を目的とした発行済株式の1/3 以上の買付は可能ではありますが、それによってもたらされる株価の高騰を考えれば、簡単ではありません。このようなことから、濫用的買収のリスクは小さくなったと考えています。現に我が国において上場会社に対する敵対的 TOB の成功例はありません。

また、重要な機微技術の海外流出を防ぐため、買収防衛策を導入する例も見受けられますが、本来、買収防衛策で防げるのは濫用的買収であり、競合企業などによる正当な目的を持った戦略的買収を防ぐことはできません。当然、買収者が自らの買収行為を濫用的買収であると明言することは考えられず、買収者が外国人または外国会社だからという理由だけで買収防衛策を発動することもできません。もしも海外流出を理由にして、正当な目的を掲げた海外企業による戦略的買収を防ぎたいという意図であれば、もはや買収防衛策の範囲を逸脱していると言わざるを得ません。

そして最も大事なことは、買収防衛策は、株主の権利を制限するという性格を持つことです。

例えば、買収防衛策は、買収価格の引き上げ交渉の武器として使えるという考え方がありますが、提示された買収価格が低いと会社が考えた場合、交渉が合意に至らず敵対的 TOB に発展しても、会社はその価格が低いと考える理由や意見を表明するに留まるべきであり、TOB 価格が低いか高いかを判断するのは株主です。TOB 価格が低いことを理由に買収防衛策を発動しようとするのは、TOB 価格は相当もしくは高いと考える株主の利益創出機会を奪うものです。したがって、買収防衛策が価格引き上げ交渉の武器になるという考え方に問題があると考えます。

元々、買収防衛策という仕組みは、十分な成果を上げていない経営に変化をもたらすという株主の権利を制限するものなので、経営陣の自己規律性を弱める性格をもちます。このため、我々投資家は、経営陣が、買収防衛策を導入することによって、正当な目的を持った戦略的買収でも経営陣の意に沿わない買収提案は阻止できると誤解し、株主からの付託に対する緊張感が薄れ、経営に甘さが出るのではないかと懸念しています。ともすると買収防衛策を導入・継続することは、経営陣の自己保身ではないかと考え、経営陣に対する不信感を募らせることにもつながります。これらのことから、投資家は、ガバナンスの評価をディスカウントして企業価値評価することもあります。

このように、買収防衛策の導入・継続は、投資家からの信頼を低下させ、資本市場からの評価を下げる要因となり得ます。上場している企業は、投資家との信頼関係を構築し、投資家に正しく企業価値を評価され、適正な株価を形成するために、情報開示やIR活動などに努めていますが、買収防衛策導入・継続企業が、このような投資家からの信頼の低下や企業価値の評価を下げるリスクを取ってまで買収防衛策を導入・継続している理由について、我々投資家は納得し難い状況です。

我々投資家の立場から、もし、強いて買収防衛策を導入する理由として考え得るのは、経営陣が、「現在の経営状況に課題があることを認識し、中長期的な成長に向け、経営改革を実行しはじめたところであり、その成果が発揮され、適正な株価が形成されるまでには時間がかかるので、現在の経営陣に今しばらくの時間的猶予を与えて欲しい」と考えている場合です。この場合、経営陣が認識している経営課題と経営改革の方針、計画、達成までの時期と目標、目標達成によってもたらされる企業価値の水準を明確にいただき、その内容に納得性があれば、期限を定めての買収防衛策の導入・継続の合理的な理由になり得る可能性があると考えます。

#### (2)資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の必要性に関する情報開示のお願い

買収防衛策を導入している企業は、買収防衛策に関する開示資料で丁寧に説明されていますが、残念ながら、必要性については、投資家にとって十分に納得性が高いものとなっていません。買収防衛策を導入している日本企業の多くが、重要な経営資源の毀損や長期的な経営を阻害するような濫用的買収を防ぐ、株主に判断のための情報と時間を確保するなど理由が挙げられていますが、上述のとおり、これらの理由は、投資家には、資本市場からの評価を下げるリスクを取ってまで導入する納得性のある理由にはなりません。

もし今後も買収防衛策の継続を株主総会で諮る場合は、現在の株価の状況や資本市場からの企業価値評価をどう捉えているのか、買収防衛策によってもたらされる投資家からの信頼性の低下についてどのように考えるのか、企業価値の評価を下げるようなリスクを高めてまで、導入・継続する理由はなにかなど、資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の必要性について、議案に付帯する情報として、招集通知や適時開示資料で開示していただきたいとお願いいたしました。

\*\*\*

以上のような内容で、協働対話活動の一環として、投資家の共通見解を整理したレターの送付を開始しました。投資家や企業の方々からのご意見・ご質問等がありましたら、ぜひご連絡をいただきたいと思います。連絡先は以下のとおりです。

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局：木村祐基、山崎直実、大堀龍介

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iicef.jp

以上